

Publicatiedatum: 13 februari 2014

Onder de aandacht: Spaanse banken

Door Jan Kleipool, analist, en Bas Heijink, technisch analist

De groei van de Spaanse economie lijkt een bodem gevonden te hebben en ook bij de Spaanse banken zijn positieve ontwikkelingen waarneembaar. De Spaanse economie groeit sneller dan verwacht, kapitaalposities zijn sterker geworden, de 'loan-to-deposit'-ratio's (verhouding uitgegeven leningen en aangetrokken kapitaal) zijn substantieel gedaald en financieringskosten dalen. Dat zijn positieve ontwikkelingen. Aan de andere kant kampt het land nog steeds met toenemende werkloosheid, een afname van de kredietverlening en oplopende wanbetalingen. Dit zijn echter zogenoemde achterlopende indicatoren, die zich pas later in de economische cyclus herstellen. BBVA en Santander zijn volgens ons Spaanse banken waarmee beleggers goed kunnen inspelen op het prille herstel van de Spaanse economie. De risico's van de Spaanse banken zijn wel nog steeds aanwezig. Denk hierbij aan de grote belangen in - het nog steeds onder druk staande - vastgoed, de grote afhankelijkheid van opkomende markten (in het bijzonder van Zuid-Amerika, waar bijvoorbeeld Brazilië en Argentinië problemen kennen) en de grote posities in Spaanse staatsobligaties. Ook vanuit de technische analyse zijn zowel BBVA als Banco Santander interessante aandelen. De koers van beide is door de dalende toppenlijn gebroken in het langetermijnbeeld en er zijn de afgelopen twee jaar grote omkeerpatronen gevormd. Deze werden pas in de afgelopen maanden definitief geactiveerd. De opwaartse potentie voor het komende jaar is dan ook groot op basis van onze technische analyse.

BBVA

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) is een van de grootste banken van Spanje. De bank heeft op consumenten en kleinere ondernemingen gerichte bankactiviteiten in Spanje, de VS, Mexico en Zuid-Amerika. De strategie is gericht op regio's met goede groeivoorzichten voor de lange termijn. De thuismarkt Spanje levert ongeveer een derde van de inkomsten; BBVA Bancomer (de grootste bank van Mexico) draagt eveneens ongeveer een derde bij. Verder zijn de regio's overig Europa & Azië en Zuid-Amerika goed voor 15% à 20% van de inkomsten.

Waarom kopen?

- De Spaanse economie vertoont de eerste tekenen van herstel en het bruto binnenlands product (bbp) groeit sneller dan verwacht. Wanneer dit herstel doorzet kan het percentage wanbetalingen sterk dalen waardoor voorzieningen vrijvallen. Dit kan een drijfveer zijn voor winstgroei.
- Voor de langere termijn biedt de sterke aanwezigheid in Zuid-Amerika en vooral Mexico goede groeivoorzichten.
- BBVA heeft een dominante positie in de meeste landen waar zij actief is en is in staat het marktaandeel verder te vergroten.
- De financieringskosten voor Spaanse banken dalen. Bovendien is de 'loan-to-deposit'-ratio van BBVA gedaald naar 108% van 120% in 2012.
- BBVA heeft een sterke kapitaalratio op basis van de Basel III-regels (9,8%) en heeft een van de hoogste leverageratio's (5,6%) binnen de sector (een hoge leverage ratio duidt op een lage schuldhefboom).
- De bank is zelf positief over de kredietwaardigheidstrends in Spanje, wat bevestigd wordt door Moody's, die de vooruitzichten voor de kredietwaardigheid van BBVA en Santander heeft verhoogd naar 'stabiel'.
- De acquisitie van Garanti Bank, een van de grootste banken van Turkije, kan een toekomstige groeimotor opleveren voor BBVA. Momenteel vormt Turkije echter een risico gezien de recente onrust daar op de financiële markten.

Waarom verkopen?

- De regionale spreiding geeft BBVA een sterk strategisch profiel maar zorgt wel voor exposure naar financiële en politieke onrust in opkomende markten. BBVA heeft bijvoorbeeld aanwezigheid in Argentinië, Venezuela en Turkije.
- De situatie op de thuismarkt is nog steeds zorgwekkend gezien de stijgende werkloosheid, oplopende wanbetalingen en dalende kredietverlening.
- BBVA heeft EUR 30mrd aan Spaanse staatsobligaties op de balans staan, qua omvang gelijk aan 75% van het eigen vermogen. Deze exposure vormt een risico wanneer rentes op Spaanse staatsobligaties onverhoopt sterk stijgen.
- BBVA heeft nog steeds omvangrijke financieringen voor vastgoedontwikkelingsprojecten op de balans staan: €14 mrd waarvan €4,5 mrd nog als kredietwaardig op de balans staat en €8,8mrd als wanbetaling. De 'coverage ratio' van de 'non-performing loans' is ongeveer 40%, in lijn met het sectorgemiddelde van de Spaanse banken.

Technische analyse BBVA

Na de vorming van een dubbele top rond de 20,50 werd in 2007 een langjarige, forse dalende trend ingezet. De koers van BBVA viel terug tot een dieptepunt van ongeveer 4,50. Deze bodem werd zowel in 2009 als in 2012 getest. Uiteindelijk werd in de loop van 2012 de langjarige dalende toppelijn gebroken rond de 6,70. Vanaf de bodem van 4,50 is ondertussen een stijgende bodemlijn te trekken die we momenteel vinden bij 7,30. Dit niveau geldt in het langere technische beeld als stoplossniveau. Als we kijken naar de bewegingen tussen augustus 2011 en oktober 2013 dan werd ook een zeer groot bodempatroon gevormd, een omgekeerd hoofd-schouderpatroon. Dit patroon werd in oktober geactiveerd waarna de afgelopen maanden de neklijn nog werd teruggetest. Vanuit dit patroon is een koersdoel te berekenen van 11,50, wat overeenkomt met de top van begin 2010. Toch verwachten we dat de opgaande trend dit jaar wordt voortgezet en 11,50 slechts een tussenstation zal zijn. In het langere technische beeld houden we rekening met een beweging naar uiteindelijk de top van 13,20. Vanaf de huidige stand van ongeveer 9 is dat een aanzienlijk opwaarts potentieel. In het kortetermijnbeeld is sinds de zomer van vorig jaar een versteiling van de middellangetermijntrend te zien. Steunniveaus liggen bij 8,50 en 8,15. Weerstand zijn dan te vinden bij 9,45 en 9,95. Toch verwachten we dat BBVA in de komende maanden zijn stijgende trend voortzet en medio dit jaar al een niveau van 11,50 op de borden kan komen.

Technische visie BBVA

	opinie	stoplossniveau	koersdoel
BBVA	Long	7,30	13,20

Koers BBVA op dagbasis



Bron: Thomson Reuters Metastock 11, 12 februari 2014

Banco Santander

Banco Santander is de grootste bank van Spanje en behoort tot de grootste banken wereldwijd. De activiteiten zijn geconcentreerd in continentaal Europa, het Verenigd Koninkrijk (VK) en Latijns-Amerika. De Europese divisie biedt retail- en wholesalebanking, verzekeringen en vermogensbeheer. In het VK en Latijns-Amerika ligt de focus op retailbanking. Ongeveer een derde van de winst komt uit Europa, waarvan de helft uit de thuismarkt Spanje. Brazilië, de rest van Latijns Amerika (inclusief VS) en het VK zijn goed voor respectievelijk 30%, 20% en 15% van de winst.

Waarom kopen?

- De Spaanse economie vertoont de eerste tekenen van herstel en het bnp groeit sneller dan verwacht. Wanneer dit herstel doorzet kan het percentage wanbetalingen sterk dalen waardoor voorzieningen vrijvallen en een drijfveer zijn voor winstgroei.
- De financieringskosten voor Spaanse banken dalen. Bovendien is de 'loan-to-deposit' -ratio van Banco Santander in Spanje gedaald sinds de crisis naar 87%. Op groepsniveau staat de LTD-ratio op 109% van 150% in 2008.
- De winstgevendheid is ondanks de Europese schuldencrisis en ongunstige omstandigheden in de thuismarkt acceptabel geweest. Dit demonstreert de veerkracht van het businessmodel.
- Santander heeft net als BBVA een dominante positie in de meeste landen waar het actief is en is in staat het marktaandeel verder te vergroten en heeft een sterk trackrecord wat overnames betreft.
- De bank profiteert van de regionale diversificatie. Op de lange termijn bekeken blijft het strategische profiel van Santander onverminderd sterk.

Waarom verkopen?

- De diversificatievoordelen zijn minder uitgesproken door de wereldwijde economische onzekerheid in combinatie met de financiële en politieke onzekerheid in opkomende markten. Met name de omvang van de Braziliaanse activiteiten vormt momenteel eerder een risico dan dat een stabiliserende tegenhanger is voor de Spaanse problemen.
- Banco Santander heeft veel acquisities gepleegd in korte tijd waardoor de kapitaalpositie relatief zwak is. Santander rapporteert als een van de weinige banken nog geen kapitaalratio op basis van volledige invoering Base III-eisen. Maar hanteert een doelstelling van 9% tegen eind 2014.
- De situatie op de thuismarkt is nog steeds zorgwekkend gezien de stijgende werkloosheid, oplopende wanbetalingen en dalende kredietverlening.
- Banco Santander EUR 26mrd aan Spaanse staatsobligaties op de balans staan, qua omvang gelijk aan ongeveer 37% van het eigen vermogen. Deze exposure vormt een risico wanneer rentes op Spaanse staatsobligaties onverhoopt sterk stijgen.
- Banco Santander heeft nog steeds grote posities in financieringen voor vastgoedontwikkelingsprojecten op de balans staan: €12mrd waarvan €8,2mrd als wanbetalend op de balans staat. Positief is dat de 'coverage ratio' van de wanbetalingen ongeveer 51% is, aanzienlijk hoger dan het gemiddelde van de Spaanse banken van 38%.

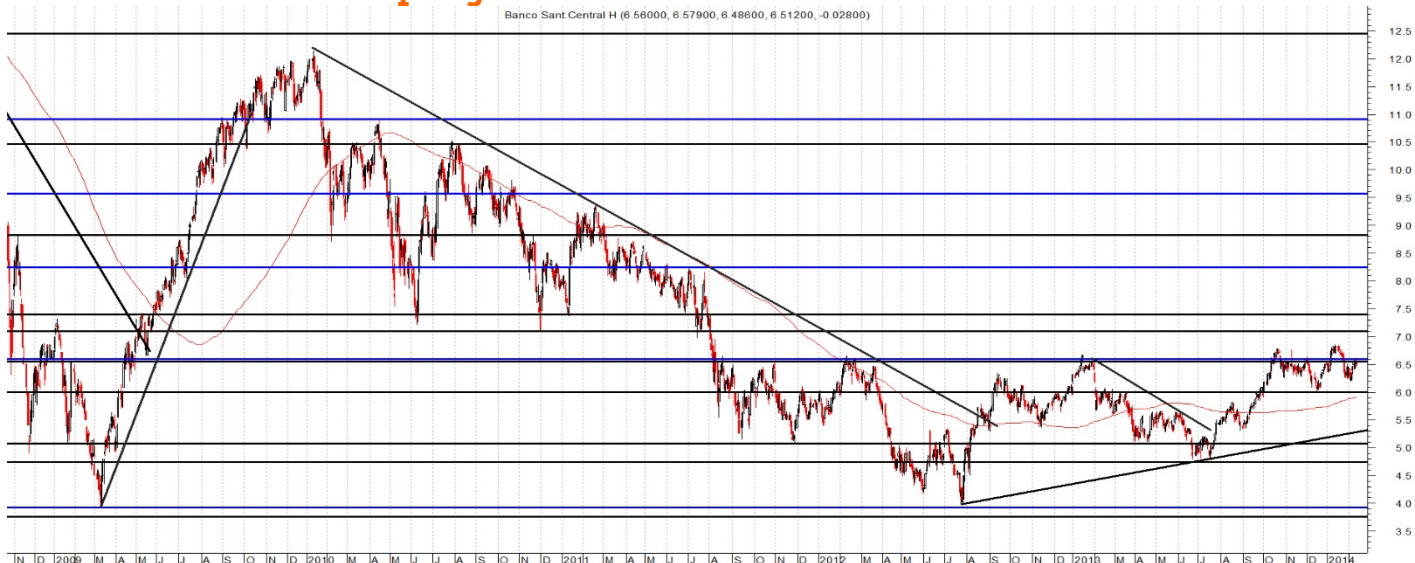
Technische analyse

Banco Santander brak in augustus 2012 door de lange, dalende toppenlijn. Deze doorbraak vond plaats nadat de bodem van begin 2009 rond de 4,00 opnieuw werd getest. In de afgelopen maanden werd groot, sinds eind 2011 aanwezig, omgekeerd hoofd-schouderpatroon opwaarts afgerond. Hierna volgde nog een dubbele terugtest van de neklijn. Ook brak Banco Santander de afgelopen tijd door de zware horizontale weerstand bij 6,50 – 6,60. Vanaf de bodem van 4,00 is ondertussen een duidelijke stijgende bodemlijn te trekken die op dit moment rond de 5,30 ligt. Vanaf de meest recente test van deze stijgende bodemlijn is ondertussen een steilere, stijgende middellangetermijntrend gestart. In het kortetermijnbeeld zijn nu twee belangrijke horizontale bodems gevormd bij 6,00 en 6,20. Naar onze mening bieden deze bodems de komende tijd voldoende steun voor een verdere stijging. De meest recente top is ondertussen te vinden bij 6,85, met vlak daarboven nog een oude horizontale weerstand bij 7,10. We houden in het kortetermijnbeeld rekening met een test van deze weerstanden. In het langetermijnbeeld verwachten we in het lopende jaar een verdere stijging. Vanuit het omgekeerde hoofd-schouderpatroon is een koersdoel te berekenen van ongeveer 9,00, dit ligt bijna gelijk aan een belangrijke horizontale weerstand bij 8,80. Vooralsnog houden we dit niveau aan als koersdoel voor dit jaar, maar een verdere stijging hierboven tegen het einde van het jaar zou ons ook niet verbazen.

Technische visie Banco Santander

	opinie	stoplossniveau	koersdoel
Banco Santander	Long	5,30	8,80

Koers Banco Santander op dagbasis



Bron: Thomson Reuters Metastock 11, 12 februari 2014

BBVA versus Banco Santander

- BBVA heeft minder aanwezigheid in Brazilië dan Banco Santander waar de economische vooruitzichten relatief zwakker zijn in vergelijking tot de rest van Zuid-Amerika.
- Ongeveer 50% van de balans van BBVA is gerelateerd aan Spanje tegen 40% voor Santander. BBVA lijkt wat dat betreft dus beter gepositioneerd voor een herstel van de Spaanse economie.
- BBVA heeft een sterke positie in Mexico terwijl Santander juist een sterke positie heeft in Brazilië. Momenteel zijn de groeivoorzichten voor Mexico beter dan die voor Brazilië.
- Beide aandelen noteren tegen 1,5 keer de tastbare boekwaarde en 11 keer de getaxeerde winst voor 2015. Het getaxeerde dividendrendement van Santander is 7,8% tegen 3,65% voor BBVA.
- De kapitaalpositie van BBVA is sterker dan die van Santander.
- BBVA heeft exposure naar opkomende markten ter grootte van 220% van de tastbare boekwaarde tegenover Santander 310%. Gezien de oplopende risico's in opkomende markten kan deze exposure een risico vormen.

Fundamenteel consensusoordeel analisten wereldwijd

Het ING Investment Office formuleert alleen voor de aandelen uit de AEX-index en voor de aanbevolen aandelen op de Masterlist een beleggingsaanbeveling op basis van fundamentele analyse. Dit gebeurt dus niet voor de overige aandelen op de ING Masterlist. Daarom nemen we in de publicatie 'Onder de aandacht' ook altijd de consensusopinie op van de wereldwijde beleggingsanalisten zoals die wordt verzameld door de vooraanstaande dataleverancier Bloomberg. Deze 'analyst recommendations and consensus rating' (ANR) van door Bloomberg geraadpleegde analisten is opgebouwd uit de gepubliceerde adviezen voor een bedrijf. Dit varieert van een koop, houden tot verkoopadvies. Een koopadvies is 5 punten waard, een houdadvies 3 punten en een verkoopadvies 1 punt. Het totaal aantal punten wordt daarna opgeteld en gedeeld door het aantal analisten. Op deze manier komt de ANR tot stand. We moeten hierbij wel opmerken dat niet ieder aandeel door evenveel analisten wordt gevolgd.

Consensusrating BBVA per 12-02-2014**3,29**

Koop	38,1%	16 analisten
Houd	35,7%	15 analisten
Verkoop	26,2%	11 analisten

Consensusrating Banco Santander per 12-02-2014**2,90**

Koop	24,4%	10 analisten
Houd	46,3%	19 analisten
Verkoop	29,3%	12 analisten

Meer weten?

Kijk op www.ing.nl/beleggen

**of volg ons op Twitter via
[@INGnl IO](https://twitter.com/INGnl_IO)**

Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie bevat beleggingsaanbevelingen maar geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in deze publicatie heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, handelsregister nr. 33031431 Amsterdam en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM).
